

Pertumbuhan Firma, Kewangan dan Kebebasan Ekonomi: Suatu Kajian Data Panel (*Firm Growth, Finance and Economic Freedom: Panel Data Study*)

Zulkefly Abdul Karim

Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia

Musa Muhamad Ali

Kolej Profesional MARA Bandar Penawar

Mohd Azlan Shah Zaidi

Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia

ABSTRACT

This paper aims to examine empirically the influence of finance (sources of financing) and economic freedom upon the growth of syariah compliance firms' and conventional firms', in which listed in Bursa Malaysia for the period of 2000-2010. A static panel data technique namely a fixed effect model is used to estimate the determinants of firms' growth. The findings revealed that the internal and external financing has a positive effects and statistically significance in influencing the firms' growth. The growth of syariah compliance firms' are more sensitive to internal finance than external finance, whereas, the growth of conventional firms' are more sensitive to external finance than internal finance. On the other hand, the growth of syariah compliance firms' are negatively affected by economic freedom, whereas, the growth of conventional firms' are positively influenced by economic freedom.

Keywords : Financial constraint; economic freedom; firms' growth; static panel data

ABSTRAK

Kertas ini bertujuan mengkaji secara empirikal pengaruh kewangan (sumber pembiayaan kewangan) dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun 2000-2010. Kaedah data panel statik dengan menggunakan model kesan tetap (fixed effect) telah digunakan untuk menganggar penentu pertumbuhan firma. Hasil kajian mendapati sumber kewangan dalaman dan kewangan luaran berhubungan positif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma. Di samping itu, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Selain itu, pertumbuhan firma patuh syariah berhubungan negatif dengan kebebasan ekonomi, manakala pertumbuhan firma konvensional pula berhubungan positif dengan kebebasan ekonomi.

Kata kunci: Kekangan kewangan; kebebasan ekonomi; pertumbuhan firma; data panel statik

PENGENALAN

Pertumbuhan firma adalah penting bagi memastikan sesebuah firma terus menikmati keuntungan sekaligus menggalakkan perkembangan ekonomi sesebuah negara (Carrisoza 2007). Di samping itu, pertumbuhan firma juga merupakan pra syarat kepada kemajuan inovasi dan motif utama perubahan teknologi (Pagano dan Schivardi 2003). Persoalannya, apakah faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan firma? Kajian oleh Guariglia et al. (2011) dan Rahaman (2011) telah merumuskan sumber kewangan iaitu pembiayaan dalaman dan luaran adalah pembolehubah yang penting dalam mempengaruhi pertumbuhan firma. Sesetengah firma terutamanya firma

kecil yang menghadapi kekangan kewangan sangat bergantung kepada sumber pembiayaan dalaman untuk menjana pertumbuhan, manakala firma besar yang memiliki profil kredit yang lebih kukuh tidak perlu terlalu bergantung kepada sumber kewangan dalaman kerana mempunyai alternatif sumber pembiayaan luaran.

Selain daripada sumber pembiayaan, kebebasan ekonomi di sesebuah negara juga merupakan sebagai salah satu faktor yang boleh mempengaruhi pertumbuhan firma. Kebebasan ekonomi yang diberi kepada firma boleh meningkatkan produktiviti dan akhirnya meningkatkan pertumbuhan firma daripada aspek pertumbuhan aset, jualan, dan pelaburan. Bukti makro yang mengaitkan kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan juga

merumuskan bahawa negara yang memiliki darjah kebebasan ekonomi yang tinggi cenderung menikmati pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat berbanding dengan negara lain (Heckelman dan Knack 2009; Powell 2003; De Haan dan Sierman 1998; dan De Haan and Sturm 2000). Misalnya, De Haan dan Sturm (2000), merumuskan semakin tinggi darjah kebebasan ekonomi, maka semakin cepat pertumbuhan ekonomi. Selain itu, terdapat juga kajian yang mengkaji hubungan antara kebebasan ekonomi dengan aliran masuk modal asing. Misalnya, kajian Azman-Saini et al. (2010) mendapati kebebasan ekonomi memainkan peranan yang penting sebagai pemacu pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, dan negara yang memiliki darjah kebebasan ekonomi yang tinggi memperoleh faedah yang signifikan daripada kehadiran firma multinasional. Kajian Sufian dan Habibullah (2010) telah mendapati kebebasan ekonomi signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma dalam industri perbankan di Malaysia.

Kertas ini bertujuan untuk memberikan bukti empirikal baharu mengenai pengaruh sumber pembiayaan (pembiayaan dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi ke atas pertumbuhan firma patuh syariah (*syariah compliance*) dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia. Ada dua sebab mengapa kajian ini sangat menarik untuk diterokai, dalam konteks negara Malaysia. Pertama, mutakhir ini, bilangan firma yang tersenarai di Bursa Malaysia telah berkembang dengan pesat sejak tahun 2000. Misalnya, dalam tempoh 11 tahun (2000-2010), penyenaraian firma baru di Bursa Malaysia telah meningkat hampir 30 peratus. Kedua, berdasarkan laporan daripada Suruhanjaya Sekuriti Malaysia (2000-2010) mendapati penyenaraian firma patuh syariah telah mengalami peningkatan mendadak dan hampir mendominasi bilangan firma konvensional di Bursa Malaysia (sila rujuk Jadual 3). Justeru, adalah menarik untuk mengkaji secara empirikal bagaimana pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional dipengaruhi oleh sumber kewangan yang diperolehi.

Kajian ini memberikan sumbangan yang signifikan terhadap literatur dalam bidang *finance-growth* nexus daripada tiga aspek. Pertama, sebahagian besar kajian terdahulu mengkaji isu *finance-growth* dengan menggunakan data makro, dan secara umum mendapati pembangunan kewangan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (lihat Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998), Levine et al. (2000), Ang dan McKibbin (2007), Ang (2008) dan Karim et al. (2008)). Sebaliknya, kajian ini menyambung karya lepas dengan menggunakan data di peringkat mikro iaitu dengan melihat peranan kewangan (kewangan dalaman dan kewangan luaran) terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional di Malaysia. Penggunaan data mikro membolehkan firma secara individu membuat pilihan sumber pembiayaan yang bersesuaian untuk mencapai pertumbuhan yang diinginkan, di samping memberi panduan kepada firma untuk meningkatkan keuntungan pada masa hadapan.

Kedua, walaupun kajian oleh Guariglia et al. (2011) mendapati kekangan kewangan memberi kesan positif kepada pertumbuhan firma, namun mereka hanya memberi fokus kepada pembiayaan kewangan dalaman sahaja. Oleh itu, kajian ini dilanjutkan dengan melihat pengaruh kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional di Malaysia. Ketiga, selain pemboleh ubah kewangan, kajian ini juga mengambil kira pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma. Kajian Sufian dan Habibullah (2010) hanya melihat hubungan kebebasan ekonomi dengan prestasi bank-bank di Malaysia, tetapi tiada kajian di Malaysia yang mengaitkan pertumbuhan firma dengan kebebasan ekonomi.

Dapatan kajian bolehlah diringkaskan seperti berikut. Pertama, kajian ini menyokong hipotesis *finance-led growth* di peringkat firma, yang mana terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara kewangan dalaman dan luaran dengan pertumbuhan firma. Kedua, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Ketiga, pertumbuhan firma patuh syariah berhubungan negatif dengan kebebasan ekonomi, manakala pertumbuhan firma konvensional pula berhubungan positif dengan kebebasan ekonomi.

Untuk memudahkan analisis, kertas ini dibahagikan kepada lima bahagian. Bahagian kedua membuat sorotan kajian lepas. Bahagian ketiga pula membincangkan metodologi kajian. Hasil kajian dibincangkan dalam bahagian keempat, manakala bahagian kelima merumuskan membincangkan beberapa saranan untuk implikasi dasar.

KAJIAN LEPAS

Kebanyakan kajian lepas yang mengkaji hubungan antara pertumbuhan dengan kewangan (*finance-growth nexus*) menggunakan data di peringkat agregat (makro). Kajian empirikal yang paling awal telah dijalankan oleh Goldsmith (1969), McKinnon (1973) dan Shaw (1973) mendapati wujud hubungan yang signifikan antara pembangunan sektor kewangan dengan pertumbuhan ekonomi di beberapa buah negara. Seterusnya, King dan Levine (1993) telah menggunakan data panel di 71 buah negara dan mendapati pembangunan dalam sektor kewangan merupakan prasyarat kepada pertumbuhan ekonomi.

Walau bagaimanapun, sehingga kini terdapat batasan kajian terhadap hubungan antara *finance-growth* yang melibatkan data pada peringkat mikro. Kajian di peringkat mikro yang menggunakan data peringkat industri telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1998), manakala Demircuc-Kunt dan Maksimovic

(1998) melakukan kajian pada peringkat firma. Sebagai contoh, kajian Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998) mendapati pembangunan sistem perbankan (pembiayaan luar) dan kecairan pasaran saham memberikan kesan yang positif terhadap pertumbuhan firma. Keputusan kajian ini menjelaskan kepentingan sumber kewangan luaran dan pasaran modal sebagai penjana pertumbuhan firma, dan seterusnya (pertumbuhan) ekonomi negara.

Kajian *finance-growth nexus* pada peringkat firma kemudiannya dilanjutkan oleh Love (2003) dan Beck dan Levine (2004), dan mendapati pengaruh kekangan kewangan (dalam atau luaran) terhadap pertumbuhan firma amat bergantung kepada tahap pencapaian sistem kewangan sesebuah negara. Sebagai contoh, sistem kewangan yang lemah menyebabkan firma lebih bergantung kepada kewangan dalaman, sebaliknya sistem pembangunan kewangan yang baik menyebabkan firma lebih menumpukan pembiayaan luaran. Kajian Rahaman (2011) juga mendapati kekangan kewangan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma yang bergantung kepada kemudahan atau prasarana sistem kewangan. Misalnya, kesan kewangan dalaman terhadap pertumbuhan firma berkurangan apabila kemudahan terhadap akses kewangan luaran seperti kemudahan pinjaman bank meningkat. Maka, firma perlu beralih kepada kewangan luaran sebagai sumber utama kewangan bagi meningkatkan pertumbuhan.

Di Malaysia, kajian mengenai hubungan antara sektor kewangan dengan pertumbuhan ekonomi lebih memberikan tumpuan kepada isu makro. Sebagai contoh, kajian oleh Ansari (2002), Ang dan McKibbin (2007) dan Karim et al. (2008) telah menyokong hipotesis pembangunan kewangan mendorong pertumbuhan ekonomi (*finance-led growth*). Walau bagaimanapun, sehingga kini tiada kajian empirikal di Malaysia yang mengkaji hubungan antara kewangan dengan pertumbuhan di peringkat firma. Justeru, kajian ini memberikan sumbangan yang bermakna kepada literatur *finance-led growth* dengan memberi tumpuan kepada pengaruh kewangan dalaman dan kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia.

Kajian kebebasan ekonomi dan kesannya ke atas pertumbuhan firma amat terbatas maklumatnya. Sebahagian besar kajian peringkat makro melihat kesan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan ekonomi sesebuah negara. Sebagai contoh, kajian Heckelman (2000) mendapati wujud hubungan yang positif antara kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan ekonomi. Selain itu, kajian Azman-Saini et al. (2010), juga mendapati negara yang mempunyai tahap kebebasan ekonomi yang tinggi akan mendorong kepada kemasukan pelaburan langsung asing (FDI). Kebanyakan kajian peringkat mikro melihat pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pencapaian di industri perbankan sesebuah negara (Chantapong 2005; Heffernan dan Fu 2008). Didapati campurtangan kerajaan yang besar terhadap

sistem perbankan menyebabkan berlaku ketidakefisienan dan menggalakkan korupsi (Beach dan Kane 2008). Di Malaysia, kajian yang dilakukan oleh Sufian dan Habibullah (2010) mendapati semakin tinggi darjah kebebasan ekonomi secara keseluruhan (*overall economic freedom*) akan meningkatkan keuntungan bank di Malaysia.

METODOLOGI KAJIAN

DATA

Kajian ini menggunakan maklumat kewangan syarikat yang tersenarai di Bursa Malaysia yang merangkumi tempoh masa 11 tahun iaitu daripada tahun 2000 sehingga 2010. Data maklumat kewangan syarikat tersebut diperolehi daripada *Thomson Financial Data Stream*. Sehingga tahun 2010, terdapat sebanyak 973 buah firma yang tersenarai di Bursa Malaysia yang terdiri daripada dua kategori iaitu firma patuh syariah dan konvensional, yang mana teras aktiviti utama berbeza mengikut sektor ekonomi. Oleh kerana status firma patuh syariah tidak bersifat mutlak dan akan ditarik balik jika tidak memenuhi syarat yang ditetapkan (rujuk suruhanjaya sekuriti bahagian Majlis Patuh Syariah), maka data yang dipecahkan kepada dua bahagian adalah tidak konsisten. Ini kerana dalam tempoh 11 tahun, firma bila-bila masa boleh bertukar status. Justeru, data yang digunakan untuk tujuan penganggaran merupakan data panel yang tidak seimbang (*unbalanced panel*).

DEFINISI DAN KETERANGAN PEMBOLEHUBAH

Pembolehubah bersandar dalam kajian ini adalah pertumbuhan firma yang merujuk kepada pertumbuhan aset. Pertumbuhan firma dikira seperti berikut:

$$\text{Pertumbuhan firma} = \frac{\text{Aset baru} - \text{aset asal}}{\text{aset asal}} \times 100$$

atau

$$AG_{i,t} = \frac{A_{i,t} - A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \times 100$$

yang mana, AG ialah pertumbuhan firma (aset), dan A ialah jumlah aset.

Pembolehubah Bebas Terdapat 3 pembolehubah bebas yang bertindak sebagai pembolehubah penerang bagi mengkaji hubungannya dengan pembolehubah bersandar (pertumbuhan aset). Antaranya;

1. Sumber pembiayaan kewangan dalaman (internal financing) atau INF

Ia merujuk kepada aliran tunai firma yang terlibat sebagai dana dalaman bagi menggerakkan operasi firma. Sumber kewangan dalaman dinyatakan sebagai peratusan daripada jumlah aset seperti berikut:

$$INF = \frac{\text{Aliran tunai}}{\text{Aset}}$$

Yang mana *aliran tunai* diperolehi daripada pendapatan sebelum cukai ditambah dengan susut nilai.

2. Sumber pembiayaan kewangan luaran (External Financing) atau EXF

Ia merujuk kepada pinjaman jangka masa panjang yang dibuat oleh firma bagi menggerakkan operasi firma. Formula bagi sumber pembiayaan kewangan luar adalah seperti berikut:

$$EXF = \frac{\text{Pinjaman jangka panjang}}{\text{Aset}}$$

3. Kebebasan Ekonomi atau EFR

Ia merupakan indeks yang menggambarkan darjah kebebasan ekonomi sesebuah negara. Indeks ini diberi dalam bentuk peratusan. Semakin tinggi peratus yang diberi, semakin bebas sesuatu dasar kerajaan terhadap aktiviti ekonomi sesebuah negara. Data indeks kebebasan ekonomi tersebut diperolehi daripada '*Heritage Foundation*' [lihat Jadual 4].

MODEL ASAS

Untuk melihat hubungan antara pertumbuhan firma dengan sumber kewangan (kewangan dalaman dan kewangan luaran) dan kebebasan ekonomi, model asas telah dibina seperti berikut:

$$AG_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 EXF_{it} + \beta_3 EFR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

yang mana,

AG ialah pertumbuhan firma, i ialah firma, dan t ialah tahun.

α_0 ialah nilai pintasan

β_1 ialah nilai koefisien kewangan dalaman

INF ialah kewangan dalaman

β_2 ialah nilai koefisien kewangan luaran

EXF ialah kewangan luaran

β_3 ialah nilai koefisien indeks kebebasan ekonomi

EFR ialah indeks kebebasan ekonomi

ε_{it} ialah terma ralat, yang diandaikan $\varepsilon_{it} = IID(0, \sigma^2)$

Persamaan [1] merupakan model data panel statik dengan menggunakan kesan tetap (fixed effect).

Nilai koefisien untuk setiap pembolehubah bebas dijangka adalah positif. Ini berdasarkan teori

pertumbuhan firma yang berhubung secara positif dengan pembangunan kewangan dan kebebasan ekonomi. Ini bermakna, peningkatan dalam pembolehubah penerang akan menyebabkan peningkatan dalam pertumbuhan firma.

PENGESANAN DATA PEMENCILAN (OUTLIERS)

Untuk mengesan data 'outliers', pengukuran statistik DFITS telah digunakan. Kaedah ini telah diperkenalkan oleh Belsey et al. (1980) dan kemudian dikemaskini oleh Belsey (1991). Statistik DFITS adalah melihat perbezaan di antara 'di dalam sampel' dan 'di luar sampel' terhadap nilai yang dijangka untuk pemerhatian kali ke- j (Baum 2006). DFITS juga menilai hasil daripada penyesuaian model regresi 'termasuk' dan 'tidak termasuk' pemerhatian. Statistik DFITS dihitung seperti berikut:

$$DFITS_j = r_j \sqrt{\frac{h_j}{1 - h_j}}, \text{ yang mana } r_j \text{ adalah 'studentized'}$$

(standardized) residual' atau ralat terpiawai, yang mana

$r_j = \frac{e_j}{s_{(j)} \sqrt{1 - h_j}}$, dengan $s_{(j)}$ merujuk kepada '*root mean squared error of the regression equation*' dengan pemerhatian j , yang dikeluarkan, e_j adalah ralat dan h_j adalah nilai leveraj, yang dihitung dengan, $(h_j) = x_j(X'X)^{-1}x'_j$, yang mana x_j ialah j th baris dalam matrik regresor Belsley et al. (1980) mencadangkan nilai '*cut-off*' iaitu

$$|DFITS| > 2\sqrt{\frac{k}{N}}, \text{ yang mana } k \text{ ialah bilangan parameter}$$

dalam model, dan N ialah bilangan pemerhatian yang digunakan untuk penganggaran model. Nilai $DFITS$ yang besar menunjukkan terdapat pemerhatian yang mempunyai pengaruh yang tinggi (*highly influential observations*), maka, firma tersebut perlulah dibuang daripada model regresi.

Pada mulanya, terdapat sebanyak 10 703 cerapan dengan bilangan firma sebanyak 973 buah yang tersenarai di Bursa Malaysia yang terdiri daripada dua kategori iaitu firma patuh syariah dan konvensional. Namun begitu, setelah mengambil kira faktor seperti data dan maklumat kewangan yang tidak lengkap, jumlah cerapan adalah sebanyak 10 673, yang terdiri daripada 6 684 cerapan untuk firma patuh syariah (823 buah firma patuh syariah), dan 3 989 cerapan untuk firma konvensional (605 buah firma konvensional). Maka, wujud jumlah cerapan yang tidak seragam antara cerapan keseluruhan dengan sub cerapan yang terdiri daripada bahagian syariah dan tidak konvensional. Seterusnya, setelah melakukan ujian pengesanan 'outliers', bilangan firma yang digunakan untuk tujuan penganggaran ialah sebanyak 1 228 buah, iaitu terdiri daripada 785 buah firma patuh syariah dan 443 buah firma konvensional.

Memandangkan status firma patuh syariah tidak bersifat mutlak dan akan ditarik balik jika tidak

memenuhi syarat yang ditetapkan (rujuk suruhanjaya sekuriti bahagian majlis patuh syariah), maka data yang dipecahkan kepada dua bahagian adalah tidak konsisten. Ini kerana dalam tempoh 11 tahun, firma bila-bila masa boleh bertukar status. Kesannya didapati wujud ketidakseragaman di antara jumlah keseluruhan firma (firma patuh syariah dan konvensional) dan pecahan sub sektor di antara patuh syariah dan konvensional. Justeru, permasalahan data yang seperti yang dinyatakan sebelum ini untuk tujuan penganggaran merupakan data panel yang tidak seimbang (*unbalanced panel*) seperti mana pada Jadual 1.

JADUAL 1. Data Sebelum dan Selepas Pemencilan (outliers)

Kategori Firma	Sebelum pemencilan	Selepas pemencilan
Keseluruhan (Firma patuh syariah & Konvensional)	1428	1228
Firma Patuh Syariah	823	785
Firma Konvensional	605	443

KEPUTUSAN KAJIAN

Jadual 2 meringkaskan keputusan penganggaran penentu pertumbuhan firma. Fokus utama adalah mengkaji

pengaruh sumber kewangan (kewangan dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional. Dapatan kajian bagi keseluruhan sampel menunjukkan sumber kewangan dalaman berhubung secara positif dan signifikan pada aras keertian 1 peratus dengan pertumbuhan firma. Misalnya, kenaikan 1% sumber kewangan dalaman menyebabkan peningkatan 0.21% pertumbuhan firma, sebaliknya peningkatan 1% sumber kewangan luaran telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.15%. Penemuan kajian ini selaras dengan kajian Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998) yang mendapati pengaruh kewangan dalaman lebih dominan berbanding dengan kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma.

Daripada aspek kebebasan ekonomi, didapati wujud hubungan yang negatif iaitu peningkatan 1% dalam kebebasan ekonomi telah menyebabkan pertumbuhan firma merosot sebanyak 0.014%. Penemuan kajian ini selaras dengan kajian Sufian dan Habibullah (2010) yang mendapati wujud hubungan negatif antara kebebasan monetari (sub daripada kebebasan ekonomi keseluruhan) dengan pencapaian bank-bank di Malaysia. Ini menunjukkan semakin tinggi tahap kebebasan melaksanakan dasar kewangan yang diberikan kepada Bank Pusat, maka ia akan mengekang pertumbuhan sektor perbankan tempatan, dan seterusnya akan mempengaruhi prestasi firma yang amat bergantung kepada pinjaman sistem perbankan tersebut.

JADUAL 2. Penentu Pertumbuhan Firma: Penganggaran Data Panel Statik: Model Kesan Tetap

Pembolehubah bersandar: Pertumbuhan firma (aset)	Keseluruhan (Firma Patuh Syariah & Konvensional)			Firma Patuh Syariah			Firma Konvensional		
Pembolehubah tak bersandar:	Koefisien (ralat piawai)	Nilai -t	Nilai-p	Koefisien (ralat piawai)	Nilai-t	Nilai -p	Koefisien (ralat piawai)	Nilai -t	Nilai-p
Pembiayaan kewangan dalaman	0.207 (0.013)	15.47	0.000***	0.395 (0.019)	20.22	0.000***	0.186 (0.020)	9.31	0.000***
Pembiayaan kewangan luaran	0.015 (0.052)	2.89	0.004***	0.138 (0.048)	2.87	0.004***	0.276 (0.116)	2.38	0.018***
Kebebasan ekonomi	-0.014 (0.003)	-5.24	0.000***	-0.0135 (0.002)	-5.63	0.000***	0.006 (0.008)	0.80	0.426
R ²		0.0443			0.0651			0.0279	
Bilangan pemerhatian		7019			4959			2060	
Bilangan kumpulan (firma)		1228			785			443	

Nota: Pembolehubah bersandar ialah pertumbuhan firma. Pembolehubah bebas ialah pembiayaan kewangan dalaman, pembiayaan kewangan luaran dan kebebasan ekonomi. Tanda aras keertian *** adalah signifikan pada aras keertian 1%, **signifikan pada aras keertian 5%, dan * signifikan pada aras keertian 10%.

Angka dalam kurungan ialah ralat piawai.

REGRESI SUB SAMPEL

Jadual 2 (kolum kedua dan ketiga) meringkaskan keputusan penganggaran model pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional. Dapatan kajian menunjukkan pertumbuhan firma patuh syariah berhubung positif dan signifikan dipengaruhi oleh sumber kewangan dalaman dan luaran. Pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan dalaman berbanding dengan sumber kewangan luaran. Buktinya, peningkatan 1% kewangan dalaman telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.4%. Sebaliknya, peningkatan sumber kewangan luaran sebanyak 1% hanya meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.14%. Sebaliknya, kebebasan ekonomi berhubung negatif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma patuh syariah. Contohnya, peningkatan 1% indeks kebebasan ekonomi telah mengurangkan pertumbuhan firma patuh syariah sebanyak 0.013%. Hubungan negatif antara kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan firma patuh syariah mungkin disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, kebebasan ekonomi yang tinggi menyebabkan firma tersebut lebih terdedah kepada aktiviti perniagaan yang berisiko tinggi yang mengekang pertumbuhan firma. Kedua, kebebasan ekonomi yang tinggi juga menyebabkan peningkatan persaingan antara firma domestik dan asing, yang mana boleh mengekang pertumbuhan firma-firma patuh syariah yang baru memasuki pasaran. Kajian Carlsson and Lundstrom (2002) mendapati sebahagian daripada sub-komponen kebebasan ekonomi seperti saiz kerajaan dan pertukaran antarabangsa, dan kebebasan perdagangan dengan negara asing mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi negara. Ini menunjukkan semakin tinggi kebebasan campur tangan kerajaan dalam ekonomi dan kebebasan perdagangan antarabangsa akan menjejaskan firma domestik, dan akhirnya mengekang pertumbuhan ekonomi negara.

Bagi firma konvensional, sumber kewangan (dalaman dan luaran) juga menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma pada aras keertian 1%. Walau bagaimanapun, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif dipengaruhi oleh kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Sebagai contohnya, peningkatan 1% kewangan luaran telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.28% berbanding kewangan dalaman yang hanya meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.18%. Dapatan kajian ini selaras dengan kajian Demirguc-Kunt dan Maksimovic (1998) yang mendapati pembiayaan daripada sumber kewangan luaran cenderung menyebabkan pertumbuhan firma yang lebih besar berbanding dengan pembiayaan sumber dalaman. Pertumbuhan firma konvensional berhubung positif dengan kebebasan ekonomi, tetapi secara statistiknya tidak signifikan. Ini menjelaskan pertumbuhan firma konvensional tidak dipengaruhi oleh tahap kebebasan ekonomi negara.

RUMUSAN DAN IMPLIKASI

Kajian empirikal mengenai hipotesis kewangan menerajui pertumbuhan (*finance-led growth hypothesis*) pada peringkat makro telah pun dikaji dengan mendalam oleh penyelidik sama ada di negara maju mahupun di negara sedang membangun. Walau bagaimanapun, kajian pada peringkat data mikro (data firma) belum lagi dikaji dengan mendalam, terutama bagi kes negara Malaysia. Maka, ketandusan literatur ini telah memberikan motivasi kajian untuk menerokai pengaruh faktor kewangan firma (kewangan dalaman dan luaran) terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia. Kaedah data panel statik dengan menggunakan model kesan tetap telah digunakan untuk menganggar fungsi pertumbuhan firma.

Dapatan kajian dapatlah diringkaskan seperti berikut. Pertama, pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional signifikan dan berhubung positif dengan kewangan dalaman dan kewangan luaran. Ini menunjukkan sumber pembiayaan sama ada dana dalaman atau dana luaran adalah pra syarat kepada perkembangan firma. Kedua, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan dalaman berbanding dengan sumber kewangan luaran. Sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif kepada sumber kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Penemuan kajian ini menunjukkan firma patuh syariah perlu meningkatkan pembiayaan daripada sumber dalaman untuk mencapai kelangsungan pertumbuhan pada masa hadapan. Ketiga, pertumbuhan firma patuh syariah signifikan dan berhubung negatif dengan kebebasan ekonomi, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional tidak signifikan dipengaruhi oleh kebebasan ekonomi. Keputusan ini menunjukkan

JADUAL 3. Bilangan Firma Patuh Syariah dan Konvensional yang Tersenarai di Bursa Malaysia dari Tahun 2000-2010

Tahun	Bilangan Firma Patuh Syariah	Bilangan Firma Konvensional	Peratusan lulus syariah (%)
2000	604	185	77
2001	627	177	78
2002	652	176	79
2003	704	170	81
2004	812	165	83
2005	826	159	84
2006	886	143	86
2007	876	147	86
2008	843	145	85
2009	846	113	88
2010	847	113	88

Sumber: Diubahsuaikan dari Laporan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.

JADUAL 4. Indeks Darjah Kebebasan Ekonomi

Tahun	Indeks kebebasan ekonomi keseluruhan (%)
2000	66
2001	60.2
2002	60.1
2003	61.1
2004	59.9
2005	61.9
2006	61.6
2007	63.8
2008	63.9
2009	64.6
2010	64.8

Sumber: Heritage Foundation

semakin tinggi tahap kebebasan ekonomi, maka semakin terjejas pertumbuhan firma patuh syariah, sebaliknya, kebebasan ekonomi yang tinggi tidak menggugat prestasi pertumbuhan firma konvensional.

Penemuan kajian ini memberikan beberapa implikasi penting kepada pelaksanaan dasar. Pertama, firma patuh syariah sewajarnya meningkatkan pembiayaan melalui sumber kewangan dalaman untuk meningkatkan pertumbuhannya. Ini memberi isyarat bahawa, firma patuh syariah mengalami kekangan kewangan kerana terpaksa bergantung kepada kewangan dalaman untuk mendapatkan dana. Sebaliknya, firma konvensional tidak perlu terlalu bergantung kepada kewangan dalaman, kerana mereka mempunyai profil kredit yang kukuh untuk mendapatkan pembiayaan daripada sumber luaran. Kedua, Majlis Penasihat Syariah di Suruhanjaya Sekuriti dan di Bank Negara Malaysia (BNM), perlulah memantau dana yang diperolehi daripada sumber luaran kerana berkemungkinan terdedah daripada unsur riba. Justeru, langkah atau peraturan dengan meletakkan nisbah yang tinggi terhadap pembiayaan kewangan dalaman adalah satu langkah yang pragmatik untuk mengelakkan unsur riba daripada aktiviti pinjaman daripada sumber luaran.

PENGHARGAAN

Ucapan terima kasih dan setinggi-tinggi penghargaan ditujukan kepada Universiti Kebangsaan Malaysia (UKM) yang telah membiayai projek penyelidikan ini di bawah geran penyelidikan GGPM-041-2011.

RUJUKAN

Ang, J. B. & McKibbin, W. J. 2007. Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics* 84: 215-233.

- Ang, J. B., 2008. What are the mechanism linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modelling*, 25, 38-53.
- Ansari, M. I. 2002. Impact of Financial Development, Money and Public Spending on Malaysia National Income: An Econometric Study. *Journal of Asian Economics* 13: 72-93.
- Azman-Saini, W. N. W., Baharumshah, A. Z. & Law, S. H. 2010. Foreign direct investment, economic freedom and economic growth: International evidence. *Economic Modelling* 27: 1079-1089.
- Baum, C. F. 2006. *An Introduction to Modern Econometric Using Stata*. College Station, Texas: A Stata Press Publication, StataCorp LP.
- Beach, W. W. & Kane, T. 2008. *Methodology: Measuring the 10 Economic Freedoms, in 2008 Index of Economic Freedom*. Washington D.C.: The Heritage Foundation, Washington, DC.
- Beck, T. & Levine, R. 2004. Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*: 423-442.
- Belsley, D. A. 1991. *Conditioning Diagnostic: Collinearity and Weak Data in Regression*. New York: Wiley.
- Belsley, D. A., Kuh, E. & Welsch, R. E. 1980. *Regressions Diagnostic: Identifying Influential Data and Source of Collinearity*. New York: Wiley
- Carlsson, F. & Lundstrom, S. 2003. Economic Freedom and Growth: Decomposing the effects. *Public Choice* 112 (3-4): 335-344.
- Carrizosa, M. T. 2007. *Firm Growth, Persistence and Multiplicity of Equilibria: An Analysis of Spanish Manufacturing and Service Industries*. Virgili: Universitat Rovira I Virgili.
- Chantapong, S. 2005. Comparative study of domestic and foreign bank performance in Thailand: The regression analysis. *Economic Change and Restructuring* 38(1): 63-83.
- De Haan, J. & Siermann, C.L.J. 1998. Further evidence on the relationship between economic freedom and economic growth. *Public Choice*, 95, 363-380.
- De Haan, J. & Sturm, J. E. 2000. On the relationship between economic freedom and economic growth. *European Journal of Political Economy* 16: 215-241.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. 1998. Law, finance and firm growth. *Journal of Finance* 53: 2107-2137.
- Goldsmith, R. 1969. *Financial Structure and Development*. New Heaven: Yale University Press.
- Guariglia, A., Liu, X. & Song, L. 2011. Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics* 96: 79-94.
- Heckelman, J. C. & Knack, S. 2009. Aid, economic freedom, and growth. *Contemporary Economic Policy* 27(1): 46-53.
- Heckelman, J. C. 2000. Economic freedom and economic growth : a short run causal investigation. *Journal of Applied Economics* 37(9): 969-980.
- Hefferman, S. & Fu, M. 2008. The determinants of Bank Performance in China. EMG Working Paper Series.
- Karim, Z. A., Zaidi, M. A. S. & Asri, N. M. 2008. Pembangunan kewangan dan pertumbuhan sektor – sektor ekonomi: Bukti empirikal di Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia* 42: 65-89.
- King, R. G. & Levine, R. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics* 108(3): 717-737.

- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. 2000. Financial Intermediate and Growth: Causality and Cause. *Journal of Monetary Economics* 46: 31-77.
- Love, I. 2003. Financial development and financing constraint: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies* 16: 765-791.
- McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: Brookings Institutions.
- Pagano, P. & Schivardi, F. 2003. Firm size distribution and growth. *Scandinavian Journal of Economics* 105(2): 255-274.
- Powell, B. 2003. Economic freedom and growth: The case of Celtic Tiger. *Cato Journal* 22(3): 413-448.
- Rahaman, M. 2011. Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance* 38: 709-723.
- Rajan, R. Zingales, L. 1998. Financial Dependence and growth. *American Economic Review* 88: 559-586.
- Shaw, E. S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Sufian, F. & Habibullah, M. S. 2010. Does economic freedom foster banks' performance? *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 6: 77-91.
- Suruhanjaya Sekuriti Malaysia. 2000-2010. *Senarai Sekuriti Patuh Syariah oleh Majlis Penasihat Syariah*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.
- Zulkefly Abdul Karim
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 Bangi, Selangor
MALAYSIA
mz@ukm.my
- Musa Muhamad Ali
Kolej Profesional MARA Bandar Penawar
Jalan Ungku Abdul Aziz
81930 Bandar Penawar, Kota Tinggi
Johor Darul Takzim
drmusamuhamadali@yahoo.com
- Mohd Azlan Shah Zaidi
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 Bangi, Selangor
MALAYSIA
azlan@ukm.my